市场天花板打开，从数省份到数国家

海能达(002583)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	14.97
合理价格区间(元):	21.50~25.80

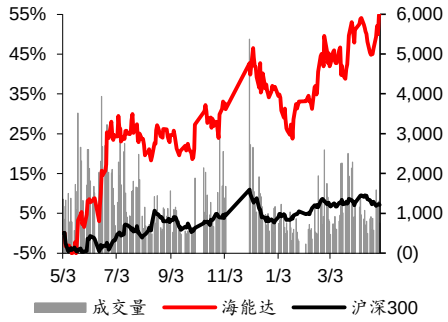
周明 研究员 执业证书编号：S0570517030002
0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

赵蓬 联系人 010-56793961
zhao.peng@htsc.com

相关研究

1《海能达(002583,买入)：一季度淡季不淡，半年报预告超预期》2017.04
2《海能达(002583,买入)：收购诺赛特，产业链全球扩张再下一城》2017.03
3《海能达(002583,买入)：信心十足，积极应对专利诉讼》2017.03

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,744
流通 A 股 (百万股)	855.64
52 周内股价区间 (元)	9.20-14.97
总市值 (百万元)	26,112
总资产 (百万元)	7,386
每股净资产 (元)	2.64

资料来源：公司公告

海能达与乌兹别克合作方签署合作协议

公司与乌兹别克电气设备股份有限公司在乌副总理见证下于北京签署《合作协议》。涉及合作的产品为 VHF/UHF 频段的专网通信产品，合作以公司提供技术和主机零配件等在当地现组装生产，然后实现销售。预计合作完成后，海能达将实现销售收入约为 2.07 亿元。

与市场不同的观点

市场认为公司目前的估值较高，国内专网市场空间有限，海能达难以持续高增长。我们认为，公司高增长的后劲十足，国内外业务同步发力，业绩将持续超预期。我们与市场不同的逻辑有：1、海能达的扩张逻辑，从国内数省份计算 PDT 的市场空间，到全球部署三大专网协议数国家给估值；2、借助“一带一路”东风，紧跟国家扩张战略；3、公司向海外空白市场渗透，进入海外急速扩张阶段。

市场天花板上移，从数省份到数国家

过去市场对于海能达的估值主要依赖于计算国内 PDT 建网的省份数量，而此次海能达在乌兹别克斯坦获得全国性专网的建设权利，将公司的潜在市场容量大大提升，按照一带一路国家 65 个计算，每个国家整体建网费用 3 亿元计算，将新增 200 亿元的市场空间，而国内 PDT 整体建网规模在 100-200 亿之间，新增市场至少翻倍。而产品线方面，此次乌兹别克斯坦建网使用的是 DMR 产品，是第一次 DMR 产品用在了国家专网的建设上，大大丰富了公司产品线的应用范围。

借助“一带一路”东风，成为国家名片

本次乌兹别克斯坦建网也是顺应国家一带一路扩张的战略，与国家共进退，海能达的专网产品也将成为新的国家名片，继高铁、核电之后，向一带一路国家输出，拓展我国在海外的影响力。在公司面向海外拓展的过程中，也将获得国家出口外贸、融资等多方面的支持。

渗透海外空白市场，进入急速扩张阶段

公司的竞争对手摩托罗拉系统主要市场集中在北美、欧洲等发达国家，对亚非拉发展中国家的市场渗透较弱。此次公司在乌兹别克斯坦建立国家专网，有望复制华为 20 年前的海外扩张之路，实现农村包围城市，逐步提升全球市占率。公司经过前十年的海外布局销售网络，目前已经入业绩收获阶段，海外将不落后国内，进入快速扩张阶段。

维持“买入”评级

公司已成为专网全球领导品牌，具备与摩托罗拉系统抗衡的潜质，而公司在全球的市占率仅为 3%左右，伴随国家战略的积极推动和海外市场急速扩张，我们对公司的长期发展坚定看好。预计公司 17-19 年净利润分别为 7.5/12.3/19.4 亿元，维持“买入”评级。

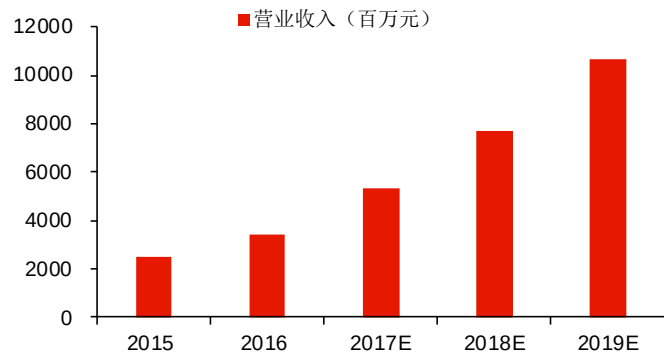
风险提示：PDT 建网低于预期，海外拓展低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,478	3,436	5,314	7,716	10,658
+/-%	27.09	38.66	54.67	45.21	38.12
归属母公司净利润 (百万元)	253.18	401.83	750.09	1,230	1,940
+/-%	485.19	58.71	86.67	64.02	57.71
EPS (元，最新摊薄)	0.15	0.23	0.43	0.71	1.12
PE (倍)	93.74	59.06	31.64	19.29	12.23

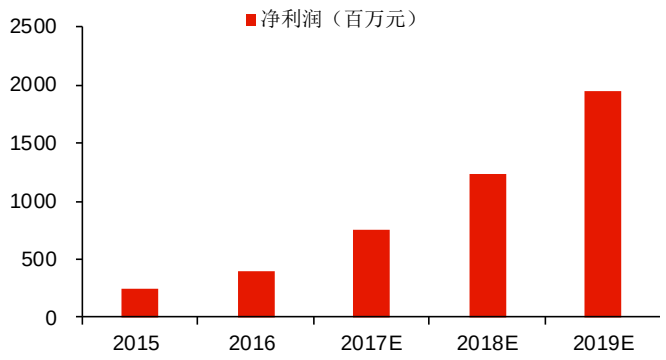
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 2015-2019 公司营业收入及预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

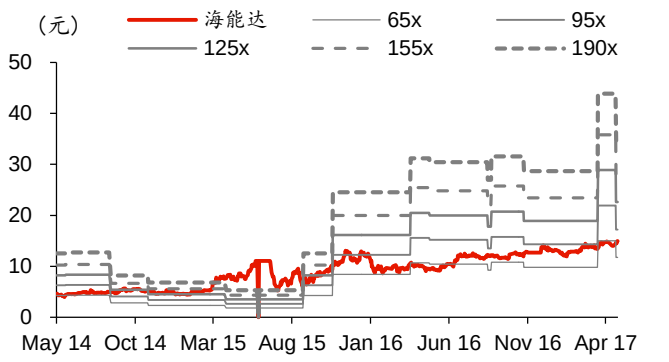
图表2： 2015-2019 公司净利润及预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

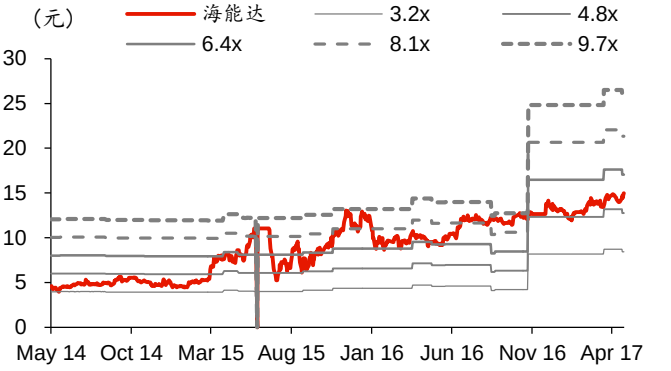
PE/PB - Bands

图表3： 海能达历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 海能达历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,855	4,055	5,890	7,823	10,657
现金	532.65	504.38	1,351	2,088	3,410
应收账款	1,396	2,266	2,723	3,237	3,974
其他应收账款	113.95	127.14	207.06	303.38	414.15
预付账款	76.83	93.33	141.96	201.62	257.76
存货	681.05	887.55	1,331	1,836	2,421
其他流动资产	54.01	176.92	136.35	156.99	179.84
非流动资产	1,749	2,753	2,418	2,343	2,180
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	999.37	1,162	1,181	1,143	1,075
无形资产	283.99	291.81	257.63	224.58	189.10
其他非流动资产	465.67	1,300	979.31	975.55	916.16
资产总计	4,604	6,808	8,308	10,166	12,836
流动负债	1,955	1,544	2,249	2,812	3,471
短期借款	730.95	235.85	438.94	419.91	395.57
应付账款	590.05	625.27	1,006	1,357	1,803
其他流动负债	633.68	683.16	804.03	1,035	1,272
非流动负债	362.27	508.93	554.12	618.36	690.19
长期借款	231.62	363.22	430.41	485.62	557.55
其他非流动负债	130.65	145.71	123.71	132.74	132.64
负债合计	2,317	2,053	2,803	3,430	4,161
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,538	1,740	1,740	1,740	1,740
资本公积	71.35	1,988	1,988	1,988	1,988
留存公积	681.05	1,032	1,777	3,007	4,948
归属母公司股	2,287	4,755	5,505	6,735	8,676
负债和股东权益	4,604	6,808	8,308	10,166	12,836

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	59.62	(403.88)	630.75	805.35	1,373
净利润	253.18	401.83	750.09	1,230	1,940
折旧摊销	126.92	151.52	155.80	161.57	164.32
财务费用	33.72	14.07	53.92	62.95	62.80
投资损失	(1.16)	(3.14)	(2.95)	(3.54)	(2.71)
营运资金变动	(322.31)	(1,040)	(508.66)	(675.84)	(895.34)
其他经营现金	(30.73)	71.67	182.56	29.93	103.13
投资活动现金	(206.06)	(1,150)	0.88	(41.71)	(35.45)
资本支出	345.50	1,062	0.00	0.00	0.00
长期投资	(54.50)	94.83	(17.94)	5.59	2.43
其他投资现金	84.94	7.01	(17.06)	(36.12)	(33.02)
筹资活动现金	183.67	1,514	214.80	(26.73)	(15.22)
短期借款	266.77	(495.10)	203.09	(19.03)	(24.33)
长期借款	(133.53)	131.60	67.19	55.21	71.93
普通股增加	841.18	202.33	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(796.10)	1,917	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5.34	(241.42)	(55.48)	(62.91)	(62.81)
现金净增加额	44.82	(40.39)	846.44	736.91	1,322

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,478	3,436	5,314	7,716	10,658
营业成本	1,250	1,751	2,544	3,546	4,660
营业税金及附加	18.86	37.20	57.54	83.55	115.40
营业费用	444.40	595.32	919.30	1,319	1,812
管理费用	496.95	678.34	1,036	1,497	2,057
财务费用	33.72	14.07	53.92	62.95	62.80
资产减值损失	40.34	79.74	58.82	62.72	64.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	3.14	2.95	3.54	2.71
营业利润	194.58	282.94	646.58	1,148	1,889
营业外收入	99.62	140.67	140.67	140.67	140.67
营业外支出	2.33	4.05	4.05	4.05	4.05
利润总额	291.88	419.56	783.20	1,285	2,026
所得税	38.69	17.73	33.11	54.30	85.64
净利润	253.18	401.83	750.09	1,230	1,940
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	253.18	401.83	750.09	1,230	1,940
EBITDA	355.23	448.53	856.30	1,372	2,116
EPS (元)	0.16	0.23	0.43	0.71	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	27.09	38.66	54.67	45.21	38.12
营业利润	932.56	45.41	128.52	77.54	64.58
归属母公司净利润	485.19	58.71	86.67	64.02	57.71
获利能力 (%)					
毛利率	49.55	49.03	52.12	54.04	56.28
净利率	10.22	11.70	14.12	15.94	18.21
ROE	11.07	8.45	13.63	18.27	22.37
ROIC	7.05	6.47	14.26	22.42	32.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.33	30.16	33.74	33.74	32.41
净负债比率 (%)	47.74	29.25	31.01	26.40	22.91
流动比率	1.46	2.63	2.62	2.78	3.07
速动比率	1.09	2.03	2.00	2.10	2.34
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.60	0.70	0.84	0.93
应收账款周转率	1.89	1.75	1.99	2.41	2.76
应付账款周转率	2.42	2.88	3.12	3.00	2.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.23	0.43	0.71	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	(0.23)	0.36	0.46	0.79
每股净资产(最新摊薄)	1.31	2.73	3.16	3.87	4.99
估值比率					
PE (倍)	93.74	59.06	31.64	19.29	12.23
PB (倍)	10.38	4.99	4.31	3.52	2.74
EV_EBITDA (倍)	65.17	51.62	27.04	16.87	10.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com